

# 宏观

证券研究报告

2022年12月16日

## 经济的黎明之前

11月经济数据是对此前PMI数据和金融数据探底的再确认。重要的是，在国内疫情政策进一步优化的情况下，疫情对经济的中长期冲击正在迅速转变为短期冲击，市场逐渐将目光转向了本轮疫情后的经济修复情况上。

具体到与疫后复苏最相关的三个经济方向，分别是地产、消费、工业生产。

第一，地产持续下行既拖累了当前经济，也制约了疫后经济修复的高度。

第二，消费尚处于黎明之前，正式修复或要等到疫情高峰过后。

第三，关注工业生产可能面临的短期压力。

**风险提示：**国内后续疫情演变对经济的冲击超预期；地产的下行压力超预期；消费修复低于预期

### 作者

宋雪涛 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517090003  
songxuetao@tfzq.com

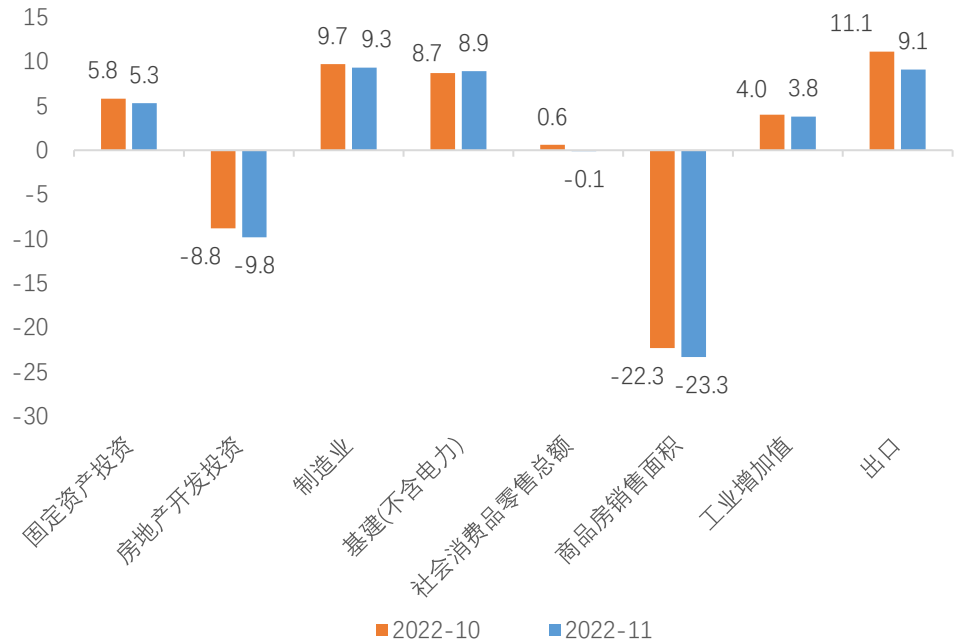
孙永乐 联系人  
sunyongle@tfzq.com

### 相关报告

- 1 《宏观报告：对直觉的背离——2023年房地产市场展望》 2022-12-10
- 2 《宏观报告：风险定价-复苏交易遭遇“强预期”和“弱现实”-12月第2周资产配置报告》 2022-12-09
- 3 《宏观报告：向内生动动能要增长-12月政治局会议解读》 2022-12-08

11月在国内疫情反复、外需回落的背景下，市场对经济数据偏弱已有预期。除基建投资增速上行外，其他数据同比增速均有所回落，如在资金压力下，地产投资累计增速下行至-9.8%，并带动固投累计增速下滑0.5个百分点至5.3%；社零消费当月增速-5.9%，带动累计增速由正转负至-0.1%；工业增加值当月同比从10月的5%下滑至2.2%。但是制造业投资依然保持高增长的韧性，在高技术制造业（累计同比23%）的带动下，累计增速仅略比10月下滑0.4个百分点至9.3%。

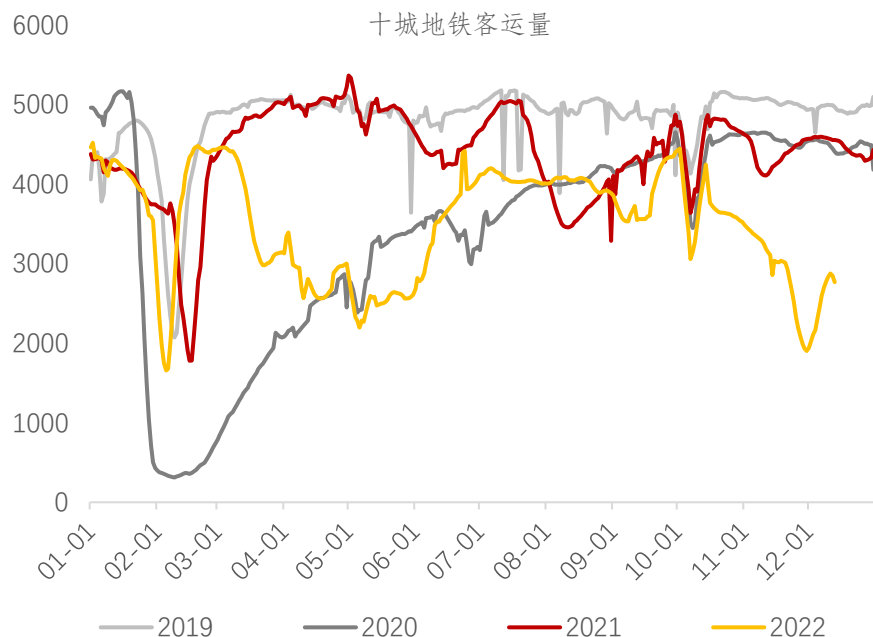
图1：经济数据累计同比数据（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

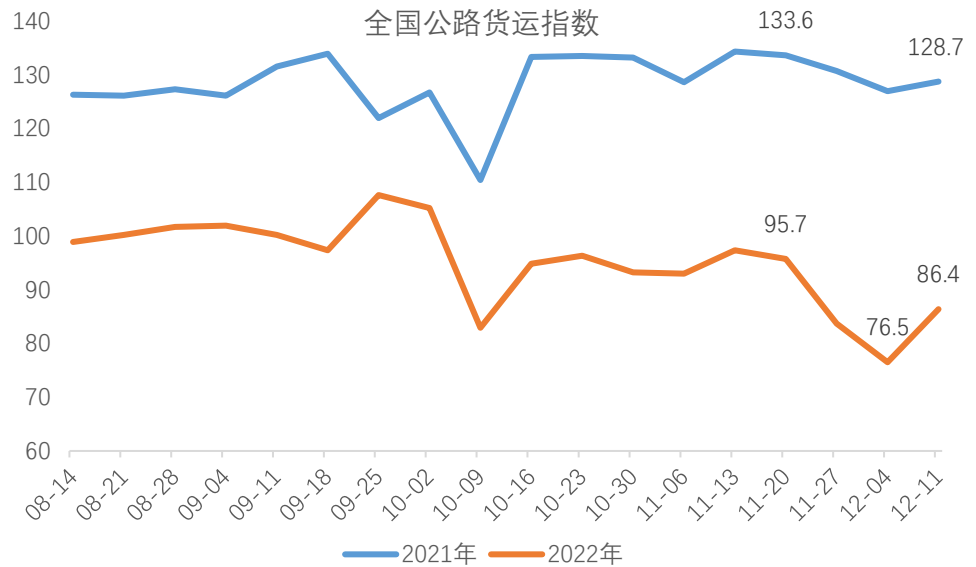
11月经济数据是对此前PMI数据和金融数据探底的再确认。更重要的是，在国内疫情政策进一步优化的情况下，疫情对经济的中长期冲击正在迅速转变为短期冲击，市场逐渐将目光转向了本轮疫情后的经济修复情况上。高频数据也显示随着国内各地防疫政策的优化，目前居民出行（地铁客运量）、物流（全国公路货运指数）等数据相比于11月末有所好转。这也意味着经济数据所显示的后续经济趋势更值得关注。

图2：居民出行已经有所好转（单位：万人）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 3：物流数据有所回升



资料来源：G7，天风证券研究所

具体到与疫后复苏最相关的三个经济方向，分别是地产、消费、工业生产。

### 第一，地产持续下行既拖累了当前经济，也制约了疫后经济修复的高度。

11月受疫情等因素影响，地产销售仍处于下行磨底阶段（累计同比-23.3%，前值-22.3%），融资端未见明显改善（到位资金累计同比下降25.7%，前值-24.7%），地产投资进一步下行（累计同比-9.8%，前值-8.8%）。

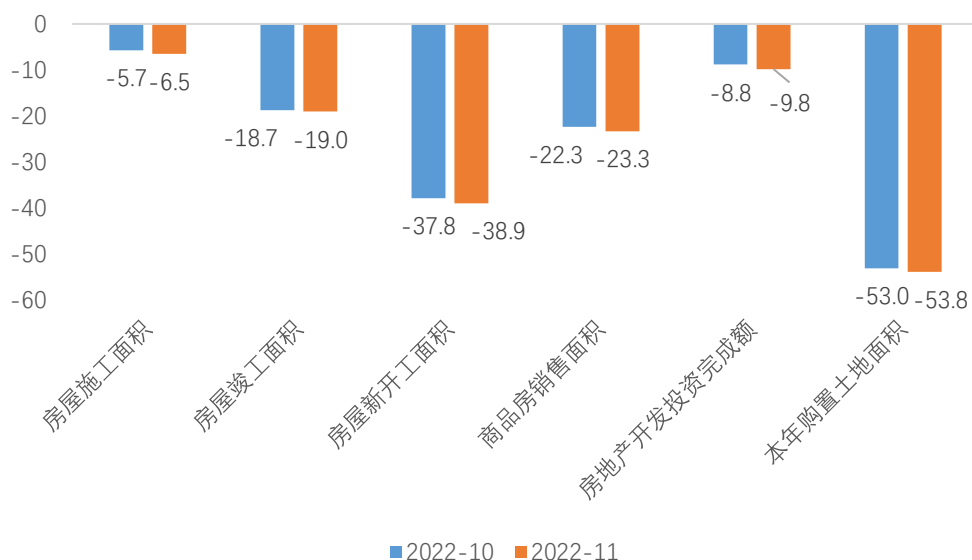
11月以来尽管“第二支箭”、“金融16条”、“第三支箭”等供给侧政策频出，但政策能够支持的范围相对较小（详见《地产政策三问：效果怎样？是否刺激？如何演绎？》），11月房企外部融资与销售回款继续承压，国内贷款累计同比-26.9%，销售回款累计同比-31.3%。

在资金压力下，除拿地和新开工持续偏弱外，房企施工和竣工端也难以得到保障，11月施工和竣工累计同比增速进一步回落至-6.5%和-19%。同时，10月房企的施工强度（单位施工面积的建安类支出）也明显低于往年同期。受房地产投资下滑影响，11月固定资产投资同比增速继续回落。

地产资金端的改善尚需时日，而需求端已进入了长周期回落，预计明年房企的前端投资大概率继续偏弱，土地购置费可能出现-33%左右的下跌。在中性假设下，我们预计2023年房地产开发投资完成额增速可能进一步下滑至-11%。（详见《2023年房地产市场展望-对直觉的背离》）

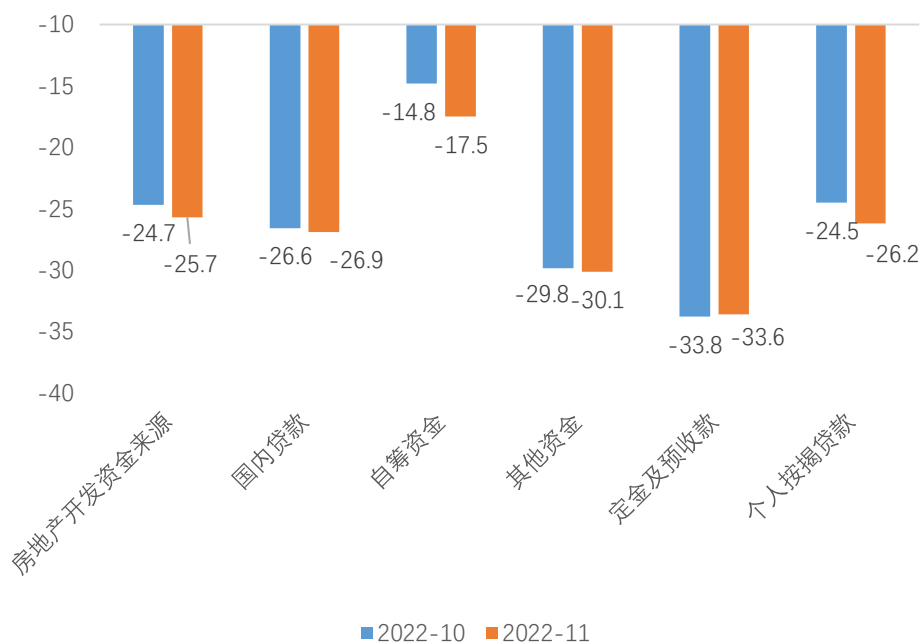
偏弱的地产投资也制约着疫情后经济修复的高度，我们预计明年国内经济只是短周期见底而非新一轮的周期开启。另外，经历了一年多的下滑后，经济也逐渐表现出了“去地产化”的特征，例如房地产投资占固定资产投资的比重从2021年11月的27.8%回落至2022年11月的23.8%，占比回落意味着地产对经济的拖累持续下降。

图 4：地产投资分项（累计同比，单位：%）



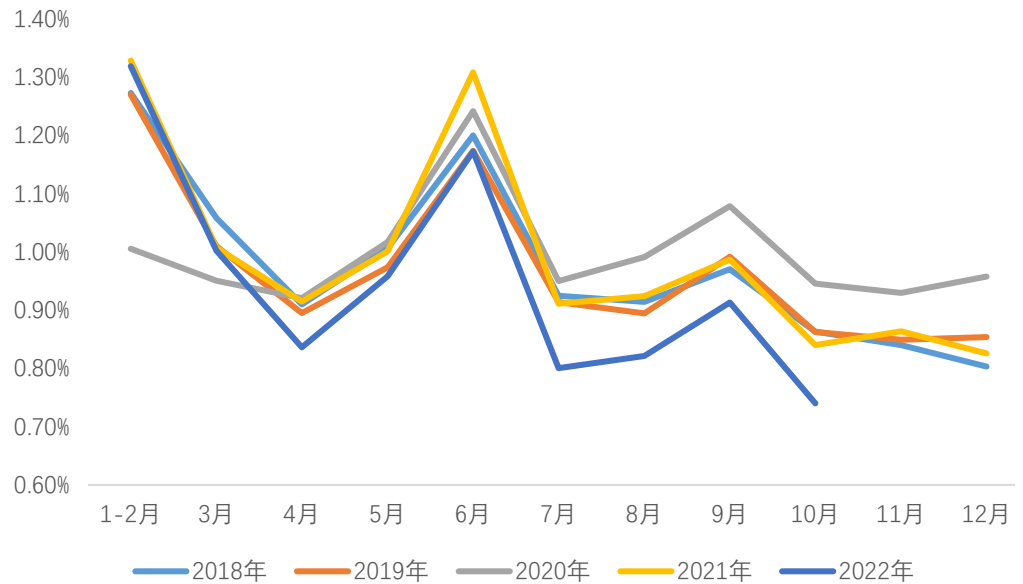
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 5: 地产融资端的改善还需要时间 (累计同比, 单位: %)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 6: 房企施工强度低于往年季节性



资料来源：wind，天风证券研究所（注：当月施工强度=（房地产建筑工程+安装工程+设备工具支出）/施工面积，用于表示当月单位施工面积的建安资金投入）

## 第二，消费尚处于黎明之前，正式修复或要等到本轮疫情高峰过后。

11月社零同比增速相比于10月下滑5.4个百分点至-5.9%。消费偏弱有几个原因：一是疫情反弹导致的消费场景缺失，居民消费意愿下降，11月餐饮、出行等消费明显下行，餐饮收入同比-8.4%，服装、鞋帽、针纺织品类同比-15.6%。但居民囤药需求或有上行，11月中西药品类同比8.3%，在分项中表现突出。

二是消费能力和收入预期偏弱，11月居民各项消费支出均有所回落，其中可选消费下滑明显。受疫情等因素影响，11月全国城镇调查失业率为5.7%，比上月上升0.2个百分点；25-59岁劳动力调查失业率为5.0%，比上月上升0.3个百分点，失业率持续上行对应于居民消费全面承压。

三是地产后周期消费的持续拖累，在地产销售持续低迷的情况下，11月地产类商品零售乏力，家用电器和音像器材类同比-17.3%，建筑及装潢材料类同比-10%，家具类同比-4%。

图7：零售的分项数据（单位：%）

20  
15  
10

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_50368](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_50368)

